燕京啤酒 (000729.SZ)　啤酒行业

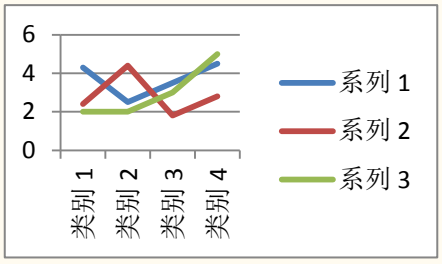
评级：增持　首次评级　　**公司研究简报**

市场价格（人民币）：10.87 元
目标价格（人民币）：14.50-15.50 元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,500.47
总市值(百万元)	30,541.15
年内股价最高最低(元)	11.21/6.28
沪深 300 指数	4575.14
深证成指	14672.63



相关报告

1.《国企改革明确,整体市值偏低》,2014.9.25

刘枝花　联系人
(8621)61038289
liuzhih@gjzq.com.cn

黄挺　分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

变革前夕，燕京啤酒的危与机；

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.242	0.258	0.286	0.311	0.350
每股净资产(元)	4.18	4.36	4.60	4.86	5.16
每股经营性现金流(元)	1.10	0.43	0.49	0.66	0.67
市盈率(倍)	33.42	30.92	36.89	33.94	30.10
行业优化市盈率(倍)	29.34	27.75	32.81	32.81	32.81
净利润增长率(%)	10.46%	6.68%	10.54%	8.70%	12.75%
净资产收益率(%)	5.80%	5.93%	6.22%	6.39%	6.79%
总股本(百万股)	2,808.45	2,809.65	2,809.67	2,809.67	2,809.67

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业处于变革前夕：**2014 年行业出现 24 年来首次负增长。啤酒行业集中度 CR5 已高达 80%，过去的并购式发展空间已然不大。而 CR5 的份额差距并未拉开，行业竞争进入胶着状态。燕京啤酒 2012、2014 年量均出现小幅度下滑，青岛啤酒 2013、2014 年连续两年吨单价小幅下滑，百威通过并购资本运作方式欲做中国老大意图昭然若揭。无论从资本投入、人均绩效角度，燕京都不是百威的对手。无论是引进战投，由外及内，还是国企改革，由内及外，唯有变革，燕京才有出路。
- **迎着国企改革的风：**考虑到它净利率仅 5.4%，而青岛啤酒为 6.9%，百威为 20%左右，公司利润率提升空间巨大，可关注其国企改革。公司公告 2017 年三年内(至 2017 年)提出激励预案，报相关部门审批，经批准后实施。公司将协助惠泉啤酒在股东背景相类似（特指控股股东或实际控制人均为北京市国资委）的第一家上市公司实施股权激励后二年内实施股权激励方案。
- **估值拥有充分安全边际：**燕京啤酒在北京、广西地区市场份额拥有绝对主导地位，估值可参考重庆啤酒收购价 8500 元/吨，即公司收购价值 428 亿，仅考虑收购价值股价有 50%上涨空间。
- **公司变化正悄然发生：**从基层调研了解，公司已经连续两年严格控制人员数量，基本只出不进。我们预判公司正处于一边稳健经营，一边积极等待变革的状态。

投资建议

考虑到行业龙头未出现前，行业依然竞争激烈，预计公司 2015-2017 年收入分别实现 145.21、157.73、180.16 亿元，YOY 分别为 7.5%、8.6%、14.2%。2015-2017 年净利润分别实现 8.03、8.72、9.84 亿元，YOY 分别为 10.54%、8.70%、12.75%。考虑到变革前充分的安全边际，及可能变革带来的利润率提升空间，建议增持该公司。预计国企改革一旦启动，公司股价有较大提升空间。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 15 元目标价位，即按目前一级市场收购价格给与目标价格，相当于 2015 年 PE52、48、43 倍。

风险

- 若改革低预期，公司未来份额被侵蚀的可能性。

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

行业处于变革前夕 3
行业现状及未来趋势 3
竞争格局并未稳定 3
国企改革：坐等风来 5
公司被选为北京市国企改革试点单位 5
到目前为止，管理层激励很不充分 5
5 月初燕京集团董事长李福成卸任，由顺义区经信委主任郭振江担任 6
公司经营指标还有很大提升空间 6
收购价值：估值拥有充分安全边际 7
经营情况 9
稳健经营为主，不与百威拼资本收购 9
盈利预测 9
估值 9

图表目录

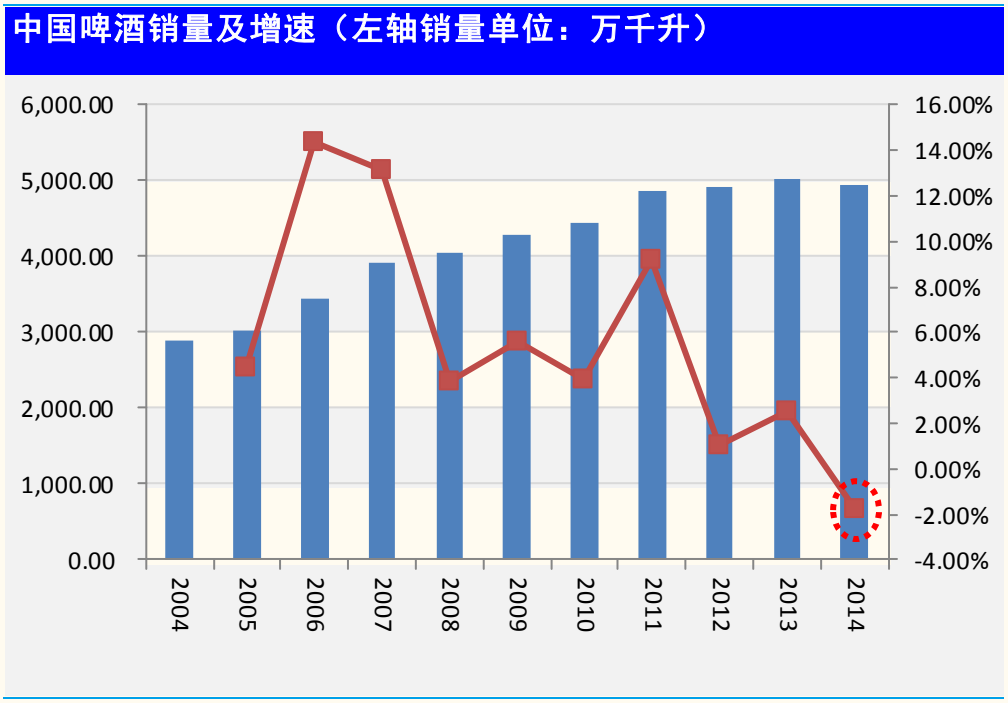
图表 1：2014 年中国啤酒消费量已占全球 26%，出现负增长 3
图表 2：2013 年全国各省份啤酒产量（单位：万千升）和市场份额 4
图表 3：CR4 啤酒企业的基地市场及并购拓展市场 4
图表 4：CR4 主要啤酒品种终端价格 5
图表 5：燕京啤酒股权结构 5
图表 6：各企业每瓶啤酒净利润 6
图表 7：各企业存货周转率、利润率指标对比 6
图表 8：啤酒行业并购信息（不完全统计） 8

行业处于变革前夕

行业现状及未来趋势

2014 年中国啤酒行业销量 4939 万千升，占全球销量的 26%左右，二十多年来首次出现负增长。我们分析其中原因，认为有两点，其一，中国人均消费啤酒量已经不低，达 37.4 升/人。其二，中国反腐高端白酒自 2012 年开始深度调整，啤酒虽然不属于高端消费，但也受反腐和经济影响。

图表 1：2014 年中国啤酒消费量已占全球 26%，出现负增长



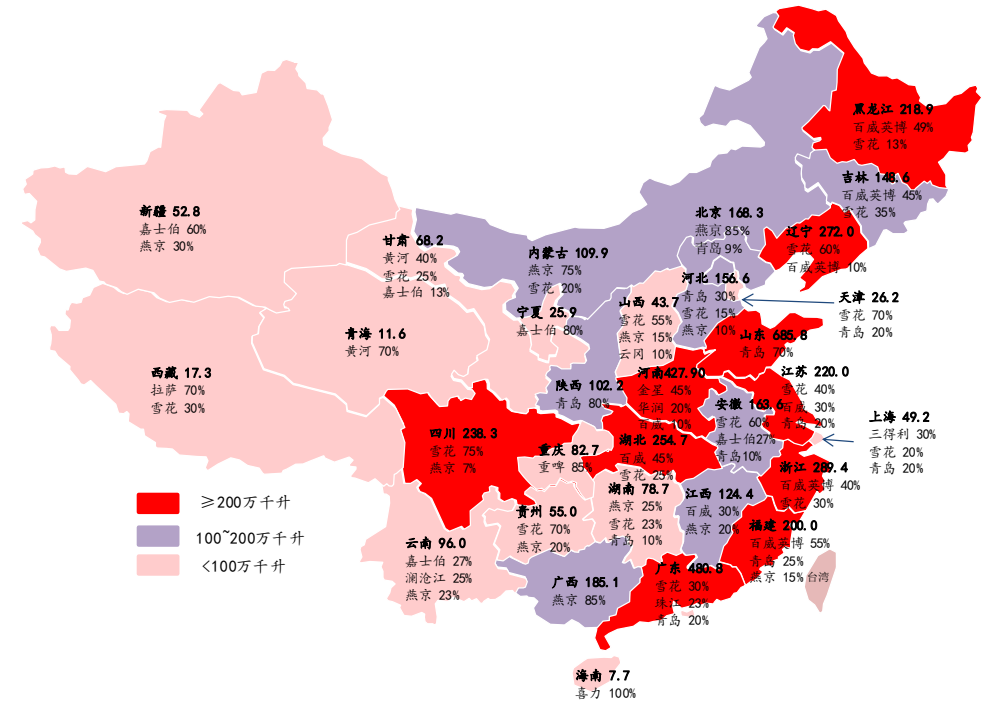
来源：WIND、国金证券研究所

竞争格局并未稳定

- 沿海地区啤酒消费量大，但竞争激烈，基本处于饱和状态。青岛啤酒基地市场山东、陕西市场地位不可撼动，同时青岛啤酒将两地附近市场连成串，河北、安徽、江苏都开始发力，预计未来增量以这些省份为主。未来能够将啤酒做出价格张力的国企唯有青啤。
- 百威前些年通过并购方式进入中国，目前在湖北、福建、黑龙江市场占据龙头地位，并且在吉林、辽宁、浙江都有不错市场份额。百威刚进入中国时，以战略角度并购当地啤酒企业，全部亏损。2014 年开始部分厂扭亏为盈。百威在中国的销量增速主要在超中高端，夜店、KA 渠道增速高达 20-50%。
- 华润雪花在辽宁、四川、贵州、安徽、江苏都处于龙头地位。公司在 2004-2011 年期间收购了大量大大小小啤酒企业，但是有些企业规模过小亦或是战略不清晰，目前经营不算理想。从区域重合度来看，雪花和百威英博在黑龙江、吉林、辽宁、江苏、浙江都出现了重合，“战争”难以避免。短期来看，百威东北市场的管理团队出现一定问题，暂时威胁不到雪花。
- 燕京啤酒市场最为集中，主要在北京、广西、内蒙古市场，目前来看还算安全。但是从长期看，基地市场有被竞争对手包抄的危险。
- 我们认为啤酒行业现在最大的威胁和最可能胜出的是百威，百威在资本优势（净利润率高达 20%，净利润高达 500 多亿人民币）、出色的

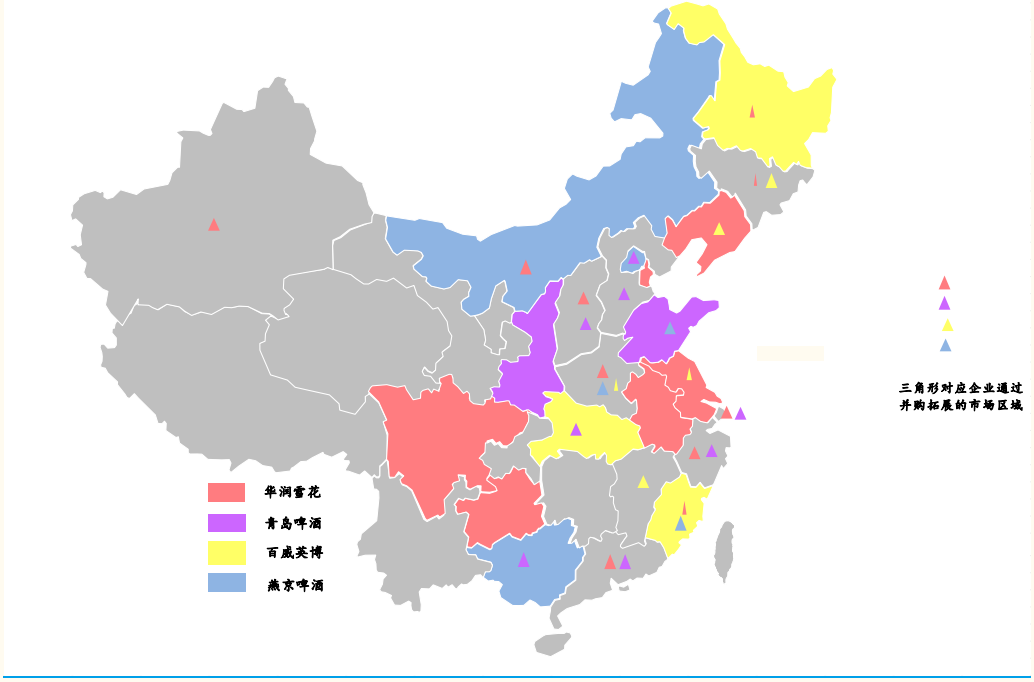
营销能力（定位高端，百威子品牌在中国区平均售价在 5 元/100ML）、成本上都有优势。

图表 2：2013 年全国各省份啤酒产量（单位：万千升）和市场份额



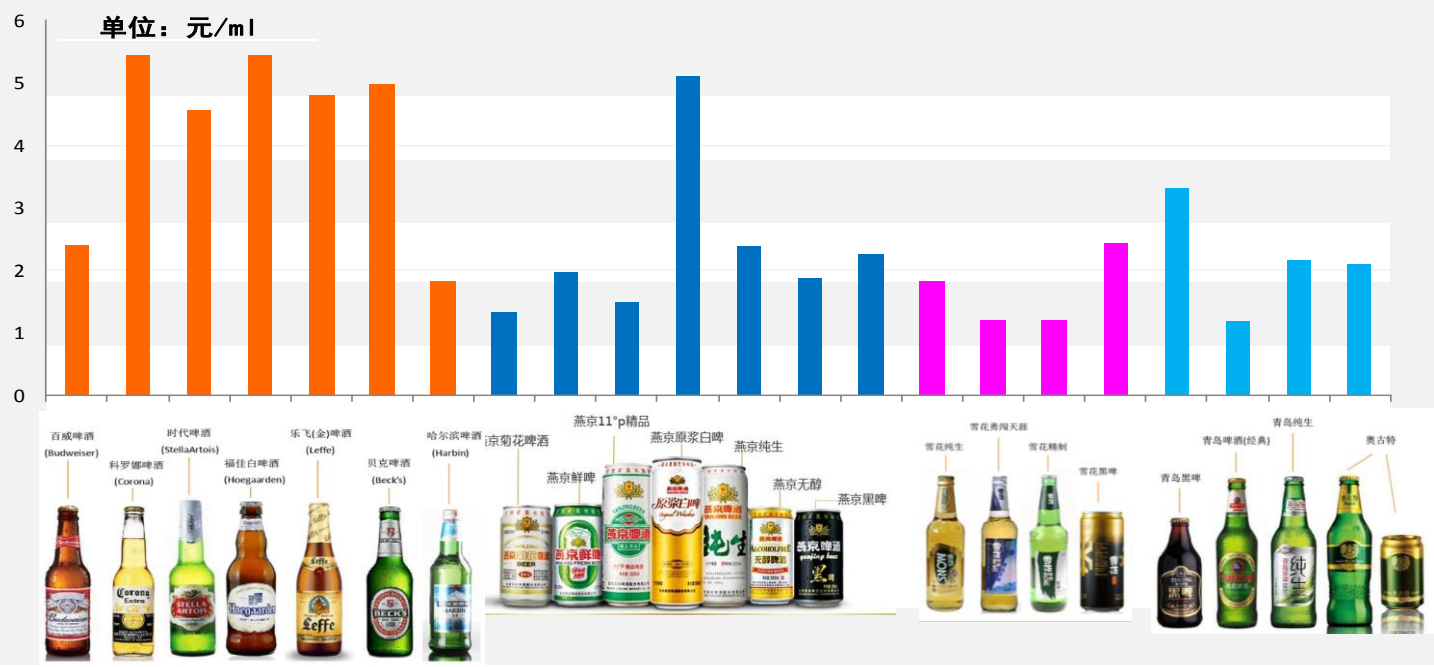
来源：国金证券研究所、WIND

图表 3：CR4 啤酒企业的基地市场及并购拓展市场



来源：国金证券研究所、WIND、网络

图表 4：CR4 主要啤酒品种终端价格



来源：国金证券研究所、网络

国企改革：坐等风来

公司被选为北京市国企改革试点单位

- 北京确定了几家国企改革试点单位，公司控股股东北控集团是其中之一。北控定位公共事业为主业。由于啤酒行业属于充分竞争性行业，且燕京啤酒利润总额并不高，若不做改革经营难度相对较大，所以我们判断国企改革若有实质性进展，公司将会是明显受益标的。

图表 5：燕京啤酒股权结构

来源：国金证券研究所、年报

到目前为止，管理层激励很不充分

- 主流国企改革方案大方向：股权激励、混合所有制、员工持股等。全聚德由于体量小，改革推行速度较快。全聚德在 2014 年 7 月的定增方案中已经引入了 IDG 和华住酒店作为战略投资人，且存在推出股权激励方案可能性。
- 燕京啤酒与首旅集团下的全聚德同属于竞争类国有企业。与全聚德管理层收入形成鲜明对比，公司管理层持股很少。且目前管理层最高收入仅 100 万元，远低于青岛啤酒管理层收入。2014 年公司年报公告 2017 年三年内(至 2017 年)提出激励预案，报相关部门审批，经批准后实施。公司年报公告将协助惠泉啤酒在股东背景相类似（特指控股股东或实际控制人均为北京市国资委）的第一家上市公司实施股权激励后二年内实施股权激励方案。目前还未实施。(惠泉前两年业绩下滑。去年收入 8.29 亿，利润 3245 万，YOY70%。惠泉主要销售区域在福建和江西。)

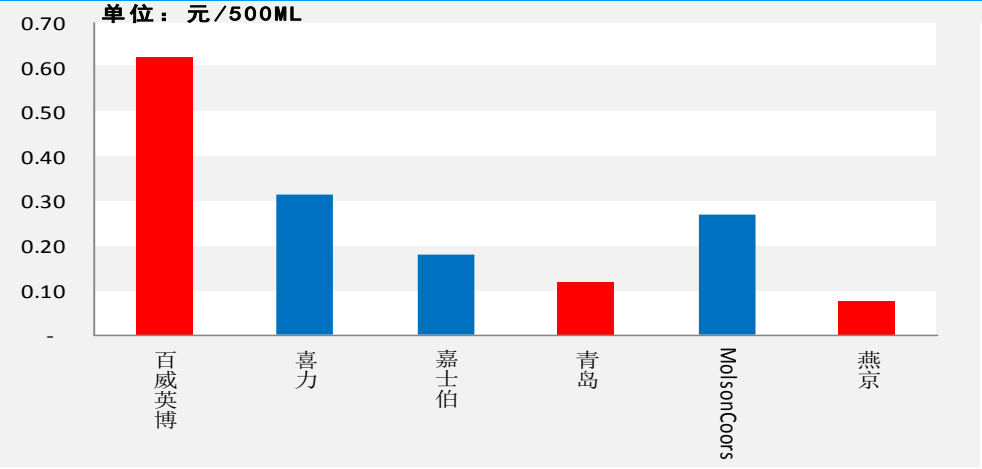
5 月初燕京集团董事长李福成卸任，由顺义区经信委主任郭振江担任

- 5 月燕京集团董事长李福成卸任，由顺义区经信委主任郭振江担任。总会计师赵春香辞去总会计师职务，惠泉财务总监接班总会计师。公司解释燕京集团并不是燕京啤酒的实际控制人，燕京集团董事长李福成卸任是正常退休年龄，不对燕京股份构成重大事项。会计师赵春香女士到了国家规定的退休年龄。

公司经营指标还有很大提升空间

- 若把啤酒都换算成 500ML 每瓶，燕京平均每瓶净利润仅 8 分钱，青岛啤酒每瓶净利润为 0.12 元，百威英博每瓶净利润高达 0.62 元。净利润差距如此之大，除了百威营销定价成功外，还与其高效低成本密不可分。从啤酒的年报来看，燕京的人均收入贡献和利润贡献仅仅分别为青岛啤酒的 1/3、1/4。燕京的存货周转率等运营指标也显著低于竞争对手。改革带来的业绩提升空间巨大。

图表 6：各企业每瓶啤酒净利润



来源：国金证券研究所、各公司年报、Euromonitor

图表 7：各企业存货周转率、利润率指标对比

存货周转率	2010	2011	2012	2013	2014	利润率 (%)	2010	2011	2012	2013	2014
英博百威	6.78	6.82	6.61	6.46	6.33	英博百威	11.1%	15.0%	18.0%	33.3%	19.6%
嘉士伯	7.44	7.44	7.61	7.10	7.20	嘉士伯	8.9%	8.1%	8.4%	8.5%	6.8%
青岛(香港)	5.88	5.76	6.08	6.95	7.13	青岛(香港)	8.3%	8.2%	7.5%	7.6%	7.4%
MolsonCoors	9.63	10.19	11.17	12.15	12.24	MolsonCoors	21.7%	19.2%	11.3%	13.5%	12.4%
燕京	2.23	2.07	1.94	2.00	1.97	燕京	8.4%	7.6%	5.3%	5.5%	6.0%

来源：国金证券研究所

收购价值：估值拥有充分安全边际

从行业并购规律来看，被并购标的所在市场份额优势越明显，价值越大，收购溢价越明显。且随着并购标的越来越稀缺，价格出现逐步上升态势。

我们认为燕京啤酒在北京、广西属于绝对区域龙头，市场份额达到 85%，且北京、广西属于经济发达、啤酒销量靠前省份，理应给与估值溢价。估值可参考嘉士伯收购重庆啤酒价 8500 元/吨左右，即公司价值 428 亿，仅考虑收购价值股价有 50%上涨空间。

对收购方来说，收购的意义在于 1+1 显著大于 2。燕京啤酒若被 CR5 中的任何一方收购，都将显著提升该企业在周围地区的定价能力。

图表 8：啤酒行业并购信息（不完全统计）

年份	时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额（百万）	标的产能（吨）	收购吨价（元/吨）
1999年	1999/8/1	青岛啤酒	湖北应城啤酒厂	95%	8.00	20000	421.05
	1999/8/1	青岛啤酒	黄石啤酒厂				
	1999/9/1	青岛啤酒	珠海皇妹酿酒	60%	30.00	50000	1000.00
	1999/9/1	青岛啤酒	上海啤酒	95%	38.00	60000	666.67
	1999/12/2	青岛啤酒	广东强力啤酒	100%	45.00		
2000年	2000/5/1	青岛啤酒	廊坊啤酒厂	100%	150.00	100000	1500.00
	2000/6/1	青岛啤酒	渭南秦力啤酒厂	72%	20.00		
	2000/8/1	青岛啤酒	上海嘉士伯	75%	150.00	100000	2000.00
	2000/8/1	青岛啤酒	北京五星啤酒	63%	2250万美元	200000	
		青岛啤酒	北京三环啤酒	54%		200000	0.00
	2000年	燕京啤酒	雪鹿啤酒厂				0.00
2001年	2001/3/1	燕京啤酒	三孔啤酒	52%	120.00	400000	576.92
	2001年	燕京啤酒	赤峰啤酒厂				0.00
	2001/11/1	青岛啤酒	南宁万力				0.00
2002年	2002/7/1	燕京啤酒	桂林漓泉	38%	104.00	200000	1354.17
2003年	2003/1/1	嘉士伯	昆明华狮啤酒	100%			0.00
	2003/6/1	嘉士伯	大理啤酒	100%	220.00	100000	2200.00
	2003/5/1	燕京啤酒	惠泉啤酒	38%	360.00	600000	1572.82
2004年	2004/2/1	嘉士伯	西藏拉萨啤酒	50%	120.00	150000	1600.00
	2004/9/1	嘉士伯	新疆乌苏啤酒	35%			0.00
	2004/3/1	华润雪花	钱江啤酒	70%	120.00	600000	285.71
	2004/6/1	华润雪花	浙江西泠啤酒	70%	220.00	100000	3142.86
	2004/9/1	华润雪花	澳洲狮王啤酒（江苏）	100%	1450.00	516000	2810.08
	2004/10/1	华润雪花	西藏昌都雪源啤酒				0.00
	2004/7/1	重庆啤酒	莱芜广寒宫啤酒	60%	29.80	300000	165.56
	2004年	百威	哈尔滨啤酒	70%	55.8亿港元	1000000	0.00
2005年	2005/4/1	喜力	大富豪	40%	2860万美元	600000	0.00
	2005/4/1	华润雪花	雪地啤酒				0.00
2006年	2006/5/1	百威	福建雪津啤酒	100%	5886.00	900000	6540.00
	2006/2/1	华润雪花	福建泉州清源啤酒	100%	72.00		0.00
	2006/7/1	华润雪花	银燕啤酒	100%	338.00	186000	1817.20
	2006/7/1	华润雪花	安徽淮北相王啤酒	100%	81.00	93000	870.97
	2006/12/1	华润雪花	山西月山啤酒		139.00		0.00
	2006/12/1	华润雪花	蒙原啤酒厂	100%	37.00		0.00
	2006年	嘉士伯	银川西夏啤酒	70%	140.00		0.00
2007年	2007/1/1	华润雪花	四川蓝剑	100%	2500.00	200000	12500.00
	2007/1/1	华润雪花	安徽圣力酿酒				0.00
	2007/4/1	华润雪花	蒙古巴特罕啤酒				0.00
	2007/5/1	燕京啤酒	通辽雪航啤酒			50000	0.00
2008年	2008年	嘉士伯	重庆啤酒	17%	525.00		
	2008/11/1	青岛啤酒	烟台朝日啤酒	39%	214.50	180000	3055.56
	2008/8/1	华润雪花	吉林通化			30000	0.00
	2008/12/1	华润雪花	浙江洛克啤酒	100%	244.00	100000	2440.00
2009年	2009/1/1	华润雪花	辽宁松林啤酒	100%	400.00	250000	1600.00
	2009/2/1	华润雪花	安徽安庆天柱啤酒	80%	60.00	120000	625.00
	2009/3/1	华润雪花	裕腾伊春啤酒				0.00
	2009/3/1	华润雪花	山东琥珀啤酒	90%	285.00	400000	791.67
	2009/4/1	华润雪花	呼伦贝尔盟海拉尔啤酒			100000	0.00
	2009/6/1	青岛啤酒	趵突泉啤酒	100%	250.00	300000	833.33
2010年	2010/4/1	华润雪花	河南悦泉啤酒	100%	27.00	100000	270.00
	2010/11/1	华润雪花	杭州西湖啤酒	45%	268.00	300000	1985.19
	2010/8/1	燕京啤酒	河南月山啤酒	100%	227.00	400000	567.50
	2010/11/1	燕京啤酒	蒙古金川保健啤酒	96%	150.00	150000	1041.67
	2010/9/1	青岛啤酒	太原嘉禾啤酒			400000	0.00
	2010/12/1	青岛啤酒	山东银麦啤酒	100%	1873.00	550000	3405.45
	2010/6/1	嘉士伯	重庆啤酒	12%	2385.00		
2011年	2011/1/1	华润雪花	河南奥克啤酒	100%	60.00	290000	206.90
	2011/2/1	华润雪花	江苏三泰啤酒				0.00
	2011/6/1	华润雪花	阜新梅雪啤酒	85%	300.00		0.00
	2011/6/1	华润雪花	清河墨尼啤酒	80%	300.00	190000	1971.22
	2011/7/1	华润雪花	河南商丘蓝牌啤酒	100%		150000	0.00
	2011/7/1	华润雪花	江苏大富豪啤酒	49%	870.00	450000	3945.58
		华润雪花	上海亚太啤酒	100%		250000	0.00
	2011/8/1	华润雪花	杭州西湖啤酒	55%			0.00
	2011/2/1	百威	大连大雪啤酒	100%		200000	0.00
	2011/3/1	百威	河南维雪啤酒		520.00	150000	0.00
	2011/3/26	青岛啤酒	杭州新安江啤酒	80%	80.00	200000	500.00
	2011/11/1	青岛啤酒	活力啤酒	100%	190.00	150000	1266.67
	2011/8/1	燕京啤酒	邢台天牛啤酒	100%	108.00		0.00
2012年	2012/6/1	青岛啤酒	三得利	50%	1336.00	600000	4453.33
2013年	2013/2/1	华润雪花	金威啤酒	100%	5384.20	1450000	3713.24
	2013/11/1	嘉士伯	重庆啤酒	30%	2931.76	1500000	6515.02
	2013/4/1	百威	亚洲啤酒	100%	2508.66	900000	2787.40
	2013/12/1	青岛啤酒	河北嘉禾啤酒	50%			0.00
	2013/12/1	青岛啤酒	河北新钟楼啤酒				0.00
2014年	2014/4/1	百威	金士百啤酒	100%	3800.00	800000	4750.00
	2014/5/1	百威	江苏大富豪啤酒	100%	1600.00	1000000	1600.00
	2014/7/1	青岛啤酒	绿兰莎啤酒	55%	380.00	300000	2303.03
2015年	2015/5/1	嘉士伯	重庆啤酒	5%	479.28		

来源：国金证券研究所、网络信息整理

经营情况

稳健经营为主，不与百威拼资本收购

- 燕京啤酒战略

  “1+3”。即保留三个区域品牌，在区域品牌销售区投放主品牌。预计主品牌收入占比会越来越大。

- 产品结构升级持续

  公司划定吨价 3500-4000 以上为中高端，目前收入占比达到 1/3。中档（6-8 元终端价）啤酒成本与低档啤酒差异不大，是主要利润来源。

- 市场份额未来趋势

  前几大啤酒企业市场份额还会提升。在不占主导绝对优势的地方必然有竞争。燕京走出去都去没有大品牌占优势的区域，如云南、新疆，因此进入市场很快。

  公司判断前几大企业还没到决出胜负的时候。一般来讲一个地区龙头占到 60-70%市场份额其他厂就没机会了，目前还有很多区域没有达到这个比例。这就是为什么行业产能过剩但还有企业在建厂。

- 更加注重研发

  公司认为不管未来是国企改革还是别的方式，做强内功是当下首要任务。只有保住优势地区，稳步发展新进地区，自己够强够有价值，才有实现愿景的可能性。

盈利预测

考虑行业增速趋缓、竞争格局激烈及公司经营思路，我们预计今明两年公司提价的可能性偏小，整体毛利率保持稳定。

预计公司 2015-2017 年收入分别实现 145.21、157.73、180.16 亿元，YOY 分别为 7.5%、8.6%、14.2%。2015-2017 年净利润分别实现 8.03、8.72、9.84 亿元，YOY 分别为 10.54%、8.70%、12.75%。考虑到变革前充分的安全边际，及可能变革带来的利润率提升空间，建议增持该公司。预计国企改革一旦启动，公司股价有较大提升空间。

估值

考虑到变革前充分的安全边际，及可能变革带来的利润率提升空间，建议增持该公司。预计国企改革一旦启动，公司股价有较大提升空间。

我们给予公司未来 6-12 个月 15 元目标价位，即按目前一级市场收购价格给与目标价格，相当于 2015 年 PE52、48、43 倍。

单位：人民币百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	**6,309**	**7,436**	**8,246**	**9,490**	**10,298**	**12,137**	**13,033**	**13,748**	**13,504**	**14,521**	**15,773**	**18,016**
主营业务收入	***6,122***	***7,196***	***7,949***	***9,227***	***9,989***	***11,750***	***12,603***	***13,377***	***13,119***	***14,111***	***15,354***	***17,599***
啤酒	5,961	6,960	7,755	9,016	9,770	11,498	12,230	13,011	12,760	13,666	14,776	16,915
矿泉水	36	39	42	43	39	45	42	52	51	55	58	63
茶饮料	143	147	102	90	82	101	117	69	71	71	67	60
饲料	25	22	15	20	31	31	37	34	34	35	37	37
其他主营业务收入	-43	29	35	59	67	76	176	212	203	284	417	525
其他业务收入	***186***	***240***	***297***	***263***	***310***	***387***	***430***	***371***	***385***	***410***	***418***	***417***
销售收入占比												
主营业务收入	97.0%	96.8%	96.4%	97.2%	97.0%	96.8%	96.7%	97.3%	97.1%	97.2%	97.3%	97.7%
啤酒	94.5%	93.6%	94.0%	95.0%	94.9%	94.7%	93.8%	94.6%	94.5%	94.1%	93.7%	93.9%
矿泉水	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
茶饮料	2.3%	2.0%	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
饲料	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
其他主营业务收入	-0.7%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.6%	1.3%	1.5%	1.5%	2.0%	2.6%	2.9%
其他业务收入	3.0%	3.2%	3.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	2.7%	2.9%	2.8%	2.7%	2.3%
销售收入增速	18.7%	17.9%	10.9%	15.1%	8.5%	17.9%	7.4%	5.5%	-1.8%	7.5%	8.6%	14.2%
主营业务收入	17.8%	17.5%	10.5%	16.1%	8.2%	17.6%	7.3%	6.1%	-1.9%	7.6%	8.8%	14.6%
啤酒	14.7%	16.8%	11.4%	16.3%	8.4%	17.7%	6.4%	6.4%	-1.9%	7.1%	8.1%	14.5%
矿泉水		6.9%	6.5%	2.7%	-8.4%	15.1%	-6.3%	23.2%	-2.1%	7.5%	5.6%	8.5%
茶饮料		2.6%	-30.9%	-11.5%	-8.8%	23.3%	16.2%	-40.9%	2.1%	0.2%	-5.6%	-11.1%
饲料		-10.9%	-30.8%	29.8%	56.4%	-0.1%	22.0%	-10.0%	1.5%	3.4%	4.2%	-0.2%
其他主营业务收入			23.6%	67.1%	13.1%	13.4%	130.9%	20.5%	-4.2%	40.2%	46.9%	25.8%
其他业务收入	60.3%	28.8%	24.1%	-11.7%	17.9%	24.8%	11.4%	-13.8%	3.8%	6.5%	2.0%	-0.4%
啤酒												
均价（元/升）	1.79	1.81	1.93	2.02	1.94	2.09	2.26	2.28	2.40	2.45	2.49	2.64
均价 YoY %	-1.8%	1.2%	6.7%	4.5%	-3.9%	7.5%	8.5%	0.5%	5.3%	2.0%	2.0%	6.0%
销量（百万升）	3330.0	3840.0	4010.0	4460.0	5030.0	5506.0	5400.0	5714.0	5321.1	5,587.2	5,922.4	6,396.2
销量 YoY %	16.8%	15.3%	4.4%	11.2%	12.8%	9.5%	-1.9%	5.8%	-6.9%	5.0%	6.0%	8.0%
销售成本	3,876	4,629	5,221	5,713	6,042	7,176	8,025	8,338	8,013	8,623	9,369	10,687
主营业务	3,738	4,428	4,986	5,500	5,775	6,901	7,657	8,048	7,726	8,306	9,055	10,370
啤酒	3,624	4,273	4,850	5,370	5,651	6,737	7,414	7,760	7,490	8,022	8,659	9,895
矿泉水	27	27	28	29	28	34	31	35	33	38	40	42
茶饮料	117	106	80	61	56	92	77	50	55	54	49	44
饲料	13	13	7	10	17	19	22	19	20	21	22	22
其他主营业务	-42	9	22	30	23	19	112	184	128	170	286	366
其他业务	138	201	235	213	267	276	368	290	286	317	314	318
销售毛利润	2,432	2,807	3,025	3,777	4,257	4,960	5,008	5,410	5,491	5,899	6,404	7,329
主营业务	2,384	2,769	2,963	3,727	4,214	4,850	4,946	5,329	5,392	5,805	6,300	7,229
啤酒	2,338	2,687	2,905	3,646	4,119	4,761	4,816	5,250	5,270	5,644	6,117	7,020
矿泉水	9	12	14	13	11	11	11	17	18	16	18	20
茶饮料	26	41	21	29	26	9	40	20	16	17	18	15
饲料	11	8	8	9	14	11	15	14	14	14	15	15
其他主营业务	-0	20	14	29	44	57	63	27	74	114	131	159
其他业务	48	38	62	50	43	111	63	81	99	93	105	99
销售毛利率	38.6%	37.7%	36.7%	39.8%	41.3%	40.9%	38.4%	39.4%	40.7%	40.6%	40.6%	40.7%
主营业务	38.9%	38.5%	37.3%	40.4%	42.2%	41.3%	39.2%	39.8%	41.1%	41.1%	41.0%	41.1%
啤酒	39.2%	38.6%	37.5%	40.4%	42.2%	41.4%	39.4%	40.4%	41.3%	41.3%	41.4%	41.5%
矿泉水	25.9%	31.6%	33.6%	31.5%	27.9%	25.1%	25.6%	33.5%	34.7%	29.8%	30.9%	32.2%
茶饮料	18.5%	28.1%	21.2%	32.7%	31.4%	9.2%	34.4%	28.6%	22.3%	23.6%	27.2%	25.4%
饲料	45.8%	38.4%	54.6%	46.7%	46.2%	36.6%	40.4%	42.3%	40.7%	40.0%	40.9%	41.0%
其他主营业务	1.1%	68.3%	39.4%	48.7%	65.8%	75.1%	36.0%	13.0%	36.7%	40.2%	31.5%	30.3%
其他业务	25.7%	16.0%	21.0%	19.0%	13.8%	28.7%	14.6%	21.8%	25.6%	22.7%	25.0%	23.8%

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	**13,033**	**13,748**	**13,504**	**14,521**	**15,773**	**18,016**
增长率		*5.5%*	*-1.8%*	*7.5%*	*8.6%*	*14.2%*
主营业务成本	-8,025	-8,338	-8,013	-8,623	-9,369	-10,687
% 销售收入	*61.6%*	*60.6%*	*59.3%*	*59.4%*	*59.4%*	*59.3%*
毛利	5,008	5,410	5,491	5,899	6,404	7,329
% 销售收入	*38.4%*	*39.4%*	*40.7%*	*40.6%*	*40.6%*	*40.7%*
营业税金及附加	-1,405	-1,467	-1,400	-1,537	-1,658	-1,906
% 销售收入	*10.8%*	*10.7%*	*10.4%*	*10.6%*	*10.5%*	*10.6%*
营业费用	-1,576	-1,754	-1,739	-1,889	-2,092	-2,462
% 销售收入	*12.1%*	*12.8%*	*12.9%*	*13.0%*	*13.3%*	*13.7%*
管理费用	-1,220	-1,303	-1,341	-1,442	-1,566	-1,807
% 销售收入	*9.4%*	*9.5%*	*9.9%*	*9.9%*	*9.9%*	*10.0%*
息税前利润（EBIT）	808	886	1,011	1,031	1,088	1,153
% 销售收入	*6.2%*	*6.4%*	*7.5%*	*7.1%*	*6.9%*	*6.4%*
财务费用	-153	-79	-58	-87	-90	-80
% 销售收入	*1.2%*	*0.6%*	*0.4%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.4%*
资产减值损失	-12	-6	-56	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	50	93	12	40	50	60
% 税前利润	*5.8%*	*9.2%*	*1.1%*	*3.4%*	*4.0%*	*4.2%*
营业利润	693	894	909	984	1,047	1,133
营业利润率	*5.3%*	*6.5%*	*6.7%*	*6.8%*	*6.6%*	*6.3%*
营业外收支	162	122	140	190	216	283
税前利润	**856**	**1,016**	**1,049**	**1,174**	**1,264**	**1,416**
利润率	*6.6%*	*7.4%*	*7.8%*	*8.1%*	*8.0%*	*7.9%*
所得税	-202	-234	-257	-276	-297	-333
所得税率	*23.6%*	*23.1%*	*24.5%*	*23.5%*	*23.5%*	*23.5%*
净利润	654	781	792	898	967	1,083
少数股东损益	38	101	65	95	94	99
归属于母公司的净利	**616**	**681**	**726**	**803**	**872**	**984**
净利率	*4.7%*	*5.0%*	*5.4%*	*5.5%*	*5.5%*	*5.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	654	781	792	898	967	1,083
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	787	826	922	960	1,047	1,161
非经营收益	107	7	64	-111	-148	-214
营运资金变动	-214	1,479	-575	-374	1	-135
经营活动现金净流	**1,333**	**3,093**	**1,203**	**1,374**	**1,866**	**1,895**
资本开支	-1,716	-1,598	-881	-1,311	-400	-1,326
投资	58	-98	0	-50	-50	-50
其他	49	93	6	40	50	60
投资活动现金净流	**-1,608**	**-1,603**	**-875**	**-1,321**	**-400**	**-1,316**
股权募资	9	1,651	0	0	0	0
债权募资	842	-2,302	218	156	93	87
其他	-635	-601	-419	-201	-262	-268
筹资活动现金净流	**216**	**-1,253**	**-201**	**-45**	**-169**	**-181**
现金净流量	**-59**	**238**	**127**	**8**	**1,297**	**397**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,387	1,609	1,732	1,740	3,037	3,434
应收款项	203	224	190	221	243	277
存货	4,301	4,050	4,081	4,315	4,700	5,362
其他流动资产	498	436	342	559	536	580
流动资产	6,390	6,319	6,345	6,834	8,516	9,653
% 总资产	*35.1%*	*33.4%*	*33.5%*	*34.2%*	*40.0%*	*42.1%*
长期投资	213	247	254	304	354	404
固定资产	10,532	11,104	11,046	11,600	11,167	11,620
% 总资产	*57.8%*	*58.7%*	*58.4%*	*58.0%*	*52.4%*	*50.6%*
无形资产	1,007	1,125	1,178	1,174	1,170	1,166
非流动资产	11,834	12,586	12,586	13,177	12,797	13,295
% 总资产	*64.9%*	*66.6%*	*66.5%*	*65.8%*	*60.0%*	*57.9%*
资产总计	**18,224**	**18,905**	**18,931**	**20,012**	**21,312**	**22,948**
短期借款	3,620	1,474	1,657	1,814	1,907	1,993
应付款项	3,047	4,028	3,490	3,600	3,959	4,532
其他流动负债	264	378	288	341	367	399
流动负债	6,931	5,880	5,435	5,755	6,233	6,924
长期贷款	160	0	99	99	99	100
其他长期负债	105	84	18	22	18	19
负债	**7,196**	**5,965**	**5,552**	**5,876**	**6,350**	**7,043**
普通股股东权益	9,752	11,741	12,252	12,914	13,646	14,489
少数股东权益	1,275	1,200	1,127	1,222	1,316	1,416
负债股东权益合计	**18,224**	**18,905**	**18,931**	**20,012**	**21,312**	**22,948**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.244	0.242	0.258	0.286	0.311	0.350
每股净资产	3.866	4.181	4.361	4.596	4.857	5.157
每股经营现金净流	0.528	1.101	0.428	0.489	0.664	0.674
每股股利	0.110	0.080	0.080	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	6.32%	5.80%	5.93%	6.22%	6.39%	6.79%
总资产收益率	3.38%	3.60%	3.84%	4.01%	4.09%	4.29%
投入资本收益率	4.15%	4.70%	5.04%	4.91%	4.90%	4.90%
增长率						
主营业务收入增长率	7.39%	5.49%	-1.78%	7.54%	8.62%	14.22%
EBIT增长率	-20.74%	9.57%	14.11%	2.02%	5.48%	6.05%
净利润增长率	-24.60%	10.46%	6.68%	10.54%	8.70%	12.75%
总资产增长率	9.26%	3.74%	0.13%	5.71%	6.50%	7.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	3.3	3.5	3.2	3.3	3.3
存货周转天数	188.1	182.8	185.2	182.6	183.1	183.1
应付账款周转天数	46.5	46.3	47.5	47.0	46.7	46.7
固定资产周转天数	245.5	270.9	286.2	267.5	250.1	226.1
偿债能力						
净负债/股东权益	22.35%	-0.51%	0.18%	1.23%	-6.89%	-8.43%
EBIT利息保障倍数	5.3	11.2	17.4	11.8	12.0	14.3
资产负债率	39.49%	31.55%	29.33%	29.36%	29.80%	30.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-09-25	买入	6.90	8.28～8.28

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD